



LAS FINANZAS MUNDIALES SE RESTABLECEN

La disminución de los flujos de capitales transfronterizos indica que el sistema financiero mundial se ha fortalecido

Susan Lund y Philipp Härle

A diez años del inicio de la crisis financiera mundial, el panorama del sector financiero ha cambiado mucho. Los flujos de capitales transfronterizos brutos (inversión extranjera directa, compras de bonos y acciones, préstamos y otras inversiones) disminuyeron sustancialmente desde el período previo a la crisis y, con respecto al PIB mundial, volvieron al nivel de fines de la década de 1990 (gráfico 1). Aunque todos los tipos de flujos de capitales se han reducido, los préstamos al exterior representan más del 50% de la baja general. Esto

refleja que los principales bancos europeos y algunos estadounidenses se han retirado de los negocios en el exterior y del financiamiento mayorista transfronterizo.

¿Significa esto que la globalización financiera ha puesto marcha atrás? No, según nuestra última investigación. El sistema financiero mundial sigue fuertemente interconectado si se lo mide por el total de activos y pasivos de inversión extranjera. Al parecer, de los escombros surge una versión de integración financiera mundial más sensible al riesgo, más racional y tal vez más estable y resistente: en definitiva, un resultado positivo.

Nuevo panorama

Antes de la crisis, muchos grandes bancos europeos, británicos y estadounidenses se expandieron audazmente en busca del crecimiento internacional. Crearon operaciones bancarias minoristas y corporativas en



nuevas regiones, acumularon grandes carteras de activos externos, como titulizaciones hipotecarias de alto riesgo (*subprime*) e inmuebles comerciales, y dependieron cada vez más del financiamiento interbancario externo a corto plazo.

Pero ahora hay más cautela y se está preservando el capital. El riesgo ha dado paso a la banca conservadora, incluso “aburrida”, según el ex Gobernador del Banco de Inglaterra, Mervyn King. Los principales bancos suizos, británicos y algunos estadounidenses se han retirado, pero son los bancos de la zona del euro los que más lo han hecho (gráfico 2).

Tras la introducción del euro el 1 de enero de 1999, los bancos de la zona del euro se expandieron más allá de sus fronteras nacionales por toda la zona. Dada la moneda única y las normas mayormente comunes, se le restó importancia al riesgo país o se lo descartó por completo. Sus activos externos (como los préstamos de sus filiales extranjeras) crecieron de USD 4,3 billones en 2000 a USD 15,9 billones en 2007. La mayor parte correspondía a préstamos y adquisiciones de otros activos externos dentro de la zona del euro. También cabe destacar los crecientes lazos financieros —sobre todo, los mercados interbancarios— entre los bancos de la zona del euro, Londres y Estados Unidos.

Pero gran parte de la expansión externa de los bancos se basó en riesgos mal evaluados o estrategias erradas que los perjudicaron. Algunos bancos europeos adquirieron tramos de clasificación AAA de títulos hipotecarios *subprime* estadounidenses que luego supusieron ingentes pérdidas. Los bancos holandeses, franceses y alemanes que se introdujeron, ya sea directa o indirectamente, en la burbuja inmobiliaria española sufrieron las consecuencias cuando dicha burbuja estalló. Los bancos austríacos que se expandieron hasta Europa oriental y Asia central se han replegado, y los bancos italianos tuvieron una alta exposición en Turquía, donde los márgenes ajustados por riesgo fueron menores de lo previsto. Hubo un comportamiento gregario: algunos grandes bancos resolvieron expandirse al exterior en busca de negocios de alto margen y muchos los siguieron.

Esa tendencia se ha revertido desde la crisis: los activos externos de los bancos de la zona del euro han caído en USD 7,3 billones o 45% (pero aún son muy superiores que cuando se estrenó el euro).

Casi la mitad de estos activos son frente a otros prestatarios en la zona del euro, en particular otros bancos. La percepción de que los créditos dentro de la zona eran cuasi internos —y por tanto, de bajo riesgo— resultó ser ilusoria. Los activos entre los bancos de la zona del euro y los del Reino Unido y Estados Unidos también se han evaporado.

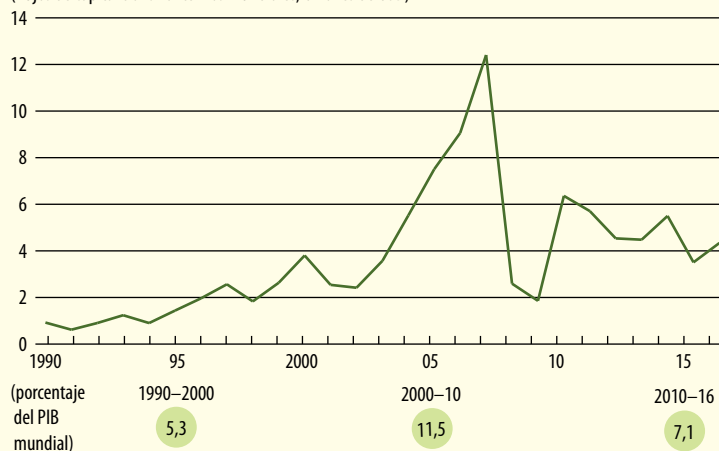
El repliegue es una reacción racional —dentro y fuera de la zona del euro— a una revaluación del riesgo de transacciones externas. En definitiva, muchos bancos comprendieron que los márgenes e ingresos de los negocios externos fueron más bajos que los de los mercados internos, donde contaban con la escala y el conocimiento local; o al menos no justificaban el riesgo adicional. Ahora están bajo la presión continua de reguladores, accionistas y acreedores que los instan a ser más conservadores. Las nuevas exigencias internacionales de capital y liquidez elevan los costos de mantener todos los activos, y los nuevos recargos impuestos sobre los bancos de importancia sistémica penalizan la escala y complejidad adicionales de varias líneas de negocios, como las operaciones externas; en respuesta, los

Gráfico 1

¿Fin de la globalización financiera?

Los flujos de capital transfronterizos retornaron al nivel de fines de la década de 1990.

(flujos de capital transfronterizos mundiales, billones de USD)



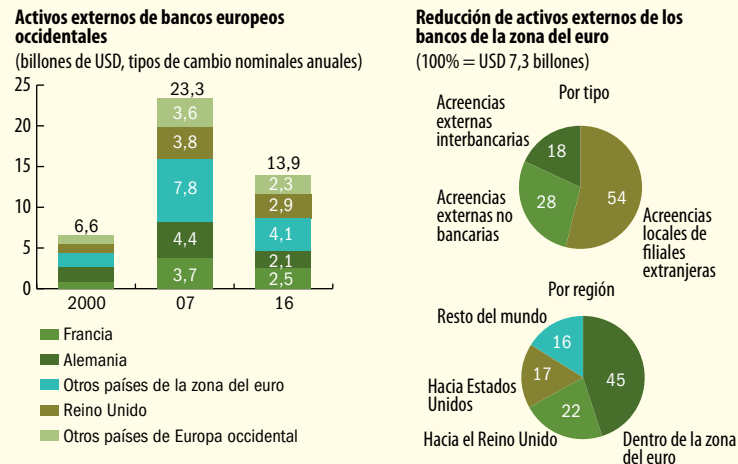
Fuentes: FMI, *Balance of Payments Statistics*, y análisis de McKinsey Global Institute.

Nota: Los datos de 2016 son estimaciones.

Gráfico 2

Aversión al riesgo

Los grandes bancos europeos lideran el repliegue de los mercados externos.



Fuentes: FMI, Balance of Payments Statistics, y análisis de McKinsey Global Institute.

vencimiento. Según Dealogic, un proveedor de análisis y datos financieros, los bancos han enajenado más de USD 2 billones en activos desde la crisis. Así, los balances de gran parte de los bancos europeos han virado significativamente hacia los activos internos. Antes de la crisis, los tres principales bancos alemanes —Deutsche Bank, Commerzbank y KfW— tenían dos tercios de sus activos totales en mercados extranjeros; hoy solo un tercio.

Los bancos holandeses, franceses, suizos y británicos también han reducido los negocios extranjeros. Durante mucho tiempo, los bancos estadounidenses han sido menos internacionales que los europeos, dado su gran mercado interno, pero aun así algunos se han reducido. Citigroup tenía operaciones bancarias minoristas en 50 países en 2007, y hoy en 19.

Mientras los bancos europeos y estadounidenses regresan a sus mercados internos, los de otras regiones se expanden al exterior, pero queda por ver si esto será rentable o sostenible. Los cuatro grandes bancos de Canadá ahora tienen la mitad de sus activos fuera del país, principalmente en Estados Unidos, y los de Japón también se han expandido al extranjero. Los cuatro grandes bancos chinos han aumentado rápidamente los créditos externos, sobre todo para financiar las inversiones extranjeras directas de las empresas chinas.

Más estabilidad a futuro

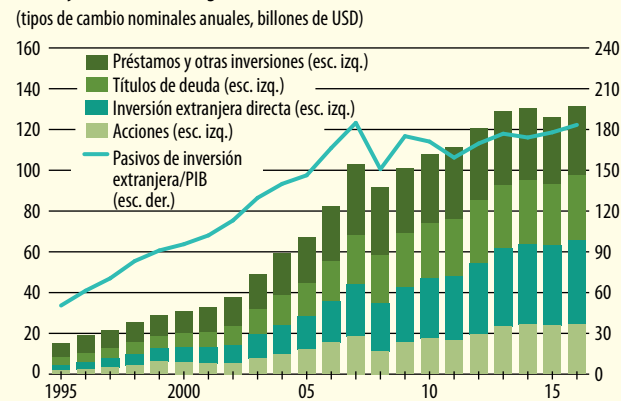
No debemos lamentar el reordenamiento de la banca externa. El auge ficticio de los flujos de capital mundial en los años previos a la crisis no es una referencia adecuada para juzgar el estado de la globalización financiera. No hay consenso sobre el nivel óptimo de los flujos de capital, pero hoy en día existen pocos indicios de que haya una escasez hacia las economías en desarrollo o avanzadas.

Más que indicar el fin de la globalización financiera, los hechos recientes apuntan al surgimiento de una versión más estable y resistente. Los mercados financieros mundiales siguen altamente interconectados. Si bien los flujos anuales de nuevo capital han disminuido severamente, el total de inversión extranjera directa global, acciones en cartera y bonos en cartera ha seguido creciendo desde la crisis, aunque con mucha más lentitud que en los años que la precedieron (gráfico 3). En total, 27% de las acciones mundiales pertenecía a inversionistas extranjeros, frente a 17% en 2000. En los mercados de bonos mundiales, 31% pertenecía a un inversionista extranjero en 2016, frente a 18%

Gráfico 3

Repunte

El total de acciones en cartera, bonos en cartera y, en especial, inversión extranjera directa ha seguido creciendo desde la crisis financiera mundial.



Fuentes: FMI, Balance of Payments Statistics, y análisis de McKinsey Global Institute.
Nota: Los datos de 2016 son estimaciones.

bancos las han reducido cautelosamente. Algunos programas de bancos centrales para restaurar la estabilidad financiera luego de la crisis, como el plan de Financiamiento para Préstamos del Banco de Inglaterra o las operaciones de financiación a plazo más largo del Banco Central Europeo, incentivaron a los bancos para que otorgaran préstamos internos en lugar de externos.

Los grandes bancos internacionales han liquidado algunas operaciones extranjeras, han abandonado algunos mercados extranjeros o simplemente han permitido la expiración de los préstamos al

en 2000. Los préstamos y otras inversiones son el único componente de los activos y pasivos de inversión extranjera que ha disminuido desde la crisis.

Es posible que el futuro de la globalización financiera sea más estable que en el pasado, al menos en el mediano plazo, debido a tres motivos.

Primero, *la combinación de flujos de capital transfronterizos ha cambiado significativamente, lo que debería promover la estabilidad.* Desde la crisis, la inversión extranjera directa representa 54% de los flujos de capital transfronterizos, frente a 26% antes de 2007. Dada la nueva realidad de la regulación bancaria y del control de accionistas, es poco probable que el volumen de préstamos externos retorne próximamente a los niveles previos a la crisis. Este giro hacia la inversión extranjera directa estabilizará los flujos financieros transfronterizos. Dado que es un reflejo de las estrategias a largo plazo de las empresas con respecto a su presencia internacional, la inversión extranjera directa es por lejos el tipo de flujo de capital menos volátil. Las compras de carteras de acciones y bonos también son menos volátiles que los préstamos externos, y estos comprenden más del 40% del total de flujos de capital desde la crisis. Los préstamos externos, y sobre todo a corto plazo, son también por lejos el tipo de flujo de capital más volátil, por lo que se debería celebrar su retiro.

La segunda fuente potencial de mayor estabilidad en la globalización financiera es el crecimiento sostenido de las remesas de los emigrantes a sus países de origen. Estos flujos son aún más estables que la inversión extranjera directa y han crecido gracias al aumento de la migración mundial. Las remesas no se cuentan como flujo de capital en la balanza de pagos nacional y, tradicionalmente, eran muy reducidas. Pero hoy son una gran fuente de financiamiento para las economías en desarrollo. En 2016, las remesas a estas economías totalizaban casi USD 480.000 millones, frente a solo USD 82.000 millones en 2000 y USD 275.000 millones en 2007. Ahora equivalen al 60% de los flujos de capital privado (inversión extranjera directa, acciones en cartera y flujos de deuda y préstamos externos) y a tres veces la ayuda para el desarrollo oficial. Probablemente las remesas continuarán creciendo mientras la migración mundial siga en alza y la tecnología, como las cadenas de bloques y los pagos móviles, faciliten y abaraten los envíos.

Una tercera fuente potencial es la baja del exceso de ahorro mundial surgido antes de la crisis. Los desequilibrios globales en las cuentas financieras y de capital disminuyeron de 2,5% del PIB mundial en 2007 a 1,7% en 2016. Esto reduce el riesgo de que un surgimiento repentino de estos desequilibrios pueda crear volatilidad del tipo de cambio y crisis de balanza de pagos en algunos países.



Además, hoy los déficits y superávits están distribuidos por varios países, y los grandes desequilibrios en China y Estados Unidos han cedido. Ahora los economistas debaten acerca de si los menores desequilibrios mundiales tenderán a persistir.

No hay margen para cruzarse de brazos

Estos hechos no son una señal de que podemos darnos por satisfechos. Los flujos de capital brutos aún son volátiles, lo que podría crear grandes fluctuaciones en los tipos de cambio de las economías en desarrollo. Es inexorable el riesgo de crisis y contagio en un sistema financiero mundial muy entrelazado. Las burbujas y caídas de activos son tan antiguas como los mercados.

La moraleja es que la estabilidad es difícil de lograr y muy fácil de perder. Cuando apenas comenzamos a distinguir nuevos patrones en la integración financiera mundial después del duro cambio de los últimos 10 años, surge una nueva perturbación radical: las finanzas digitalizadas. El uso cada vez más generalizado de nuevas tecnologías financieras, como las plataformas digitales, las cadenas de bloques y el aprendizaje automático, probablemente aumentará la participación en las finanzas transfronterizas y acelerará los flujos de capital. Habrá enormes oportunidades, pero también una competencia intensa. Aún no se conocen los nuevos riesgos derivados de la mayor velocidad a la que circulan los flujos de capital por el mundo, pero será vital mantener la vigilancia y los ojos abiertos frente a la próxima amenaza para la estabilidad. **FD**

SUSAN LUND es miembro del Instituto Mundial McKinsey, con sede en Washington, DC; y **PHILIPP HÄRLE** es miembro principal de McKinsey & Company y jefe de su oficina bancaria internacional con sede en Múnich.

Este artículo se basa en "The New Dynamics of Financial Globalization", publicado por el Instituto Mundial McKinsey en agosto de 2017.